

# 建发股份(600153)调研报告

供应链业务具成长空间

工业/综合

**谨慎推荐**

首次覆盖

发布时间：2011 年 9 月 20 日

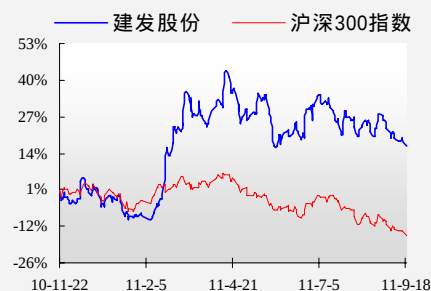
## 投资要点：

- **业绩多年持续快速增长。**自 1998 年至 2010 年，公司主营业务收入年均增长 34.3%，公司净利润年均增长 33.9%。
- **供应链运营和房地产双主业驱动。**2011 年中期，公司的供应链业务、房地产业务收入比重分别为 90.6%、8.9%，毛利占比分别 57%、41%。由双主业增长的支撑，上半年公司营业总收入达到 381 亿，增长 30%，归属母公司股东的净利润 12 亿，增长 53%，每股收益 0.54 元。
- **供应链运营模式优于传统贸易，发展迅速。**基于多年的贸易经验，公司于 2006 年开始向供应链运营转型。供应链运营是更先进的服务业态，不仅可降低企业的交易成本，交易双方的业务纽带关系也更稳定。公司在供应链运营领域已涉及浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品等十大业务领域。其中，盈利规模较大的主要有浆纸、钢铁、汽车。
- **投资评价：**预期 2011 年全年公司收入达到 780 亿元，归属母公司股东的净利润 22.4 亿，对应每股收益 1.00 元。2011 年 PE 为 8 倍。若以房地产行业估值评价，公司估值趋于合理。但公司业务构成中，有一半为供应链运营业务，A 股市场同类资产估值约为 15 倍 PE。
- 基于公司业绩长期增长的历史、供应链业务转型后进展顺利及目前估值偏低，给予谨慎推荐的投资评级。
- **风险提示：**经济及贸易回落、主要业务增长低于预期等。

## 业绩预测：

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公司<br>净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2010  | 6,609,553    | 63         | 175,452              | 65         | 0.78       |            | 10.0       |              |
| 2011E | 7,800,000    | 18         | 224,000              | 28         | 1.00       |            | 7.8        |              |
| 2012E | 9,360,000    | 20         | 268,800              | 20         | 1.20       |            | 6.5        |              |
| 2013E |              |            |                      |            |            |            |            |              |

走势图



市场数据

2011-9-19

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价：     | 7.80 元 |
| 52 周最高价： | 9.66 元 |
| 52 周最低价： | 6.01 元 |
| 平均持仓成本：  | 8.39 元 |

基本数据

2011Q2

|             |         |
|-------------|---------|
| 总股本（万股）：    | 223,775 |
| A 股（万股）：    | 223,775 |
| 每股收益（元）：    | 0.54    |
| 每股净资产（元）：   | 3.25    |
| 每股经营现金流（元）： | -0.30   |
| 市净率：        | 2.40    |

分析师：许祥

执业证书编号：S0550511010006

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: xux@nesc.cn

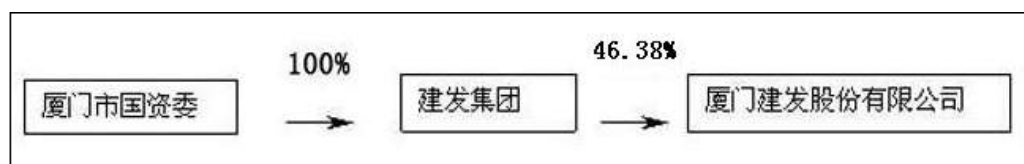
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

## 传统贸易公司发展为供应链运营和房地产双主业驱动

建发股份于 1998 年由厦门建发集团有限公司独家发起设立，同年在上交所挂牌上市。公司最初的主营业务为进出口贸易、港口贸易配套服务及临港工业投资等。经过十余年的发展，公司已经成为以供应链运营和房地产开发为双主业的服务型企业，截止 2010 年底，公司总资产超 400 亿元人民币，2010 年营业额超 600 亿元人民币。

控股股东建发集团为国有独资企业，是福建大型实业投资企业集团，主要业务除旗下建发股份涵盖的供应链运营、房地产开发外，集团还涉足旅游酒店、会展业等多个领域，2010 年位列中国企业 500 强第 147 名，并连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。



资料来源：公司公告

## 供应链业务模式优于传统贸易，发展迅速

公司原主业为传统的进出口贸易业务，主要赚取代理费及进销差价。由于多年的贸易经验，在原料、产品销售渠道方面积累了较多的资源，公司在某些行业还具有一定的实业投资经验，公司于 2006 年开始，向供应链业务转型。供应链服务主要是为客户提供包括采购、深度物流、销售、结算等在内的“一站式”服务，以满足客户更加复杂的业务需求。

在国内，企业生产环节的成本很低，但流通环节诚信度、信息透明度不高等造成交易环节的成本较高。随着信息技术、商业模式的提升，全社会商业透明度不断提高，在贸易环节的交易成本也趋于降低，这导致大量存在的小贸易公司失去优势，流通环节向大型商贸服务企业集中。

从行业发展趋势看，供应链服务是更先进的服务业态。因为传统的贸易业务对于客户生产物流服务等各环节控制并不深入，但供应链服务是从客户需求开始，从原材料采购、到批发销售，均提供解决方案，然后通过物流、商务流、资金流完成组织实施，而且一体化服务不仅交易成本低，而且诚信度高，这种服务模式，使客户对供应链服务商容易形成依赖关系，公司业务触角做得越深入，控制能力就较强，业务纽带关系就越稳定。

目前公司在供应链运营领域已涉及浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务及汽车、酒类十大业务领域。其中，运营得较为成功、盈利规模较大的主要有浆纸、钢铁、汽车。

### 浆纸供应链业务：

浆纸贸易业务于 2006 年开始转型。公司很早就是印尼金光纸业的总经销，金光纸业的纸品质量较高、价位较高，而公司在开展业务过程中，发现很多印刷厂同时需要很多其他不同价格档次和质量档次的纸，如晨鸣纸业等其他纸厂的产品，因此公司开始从客户角度为其组织不同纸品，同时还提供资金，给一定帐期，资金成本则收取一定利差，同时集中采购配送，也为一些新厂提供设备融资租赁。后来公司全国布点，因为规模很

大，公司拿到的纸张成本很低，给小厂的成本也低，就发展了很多客户。现在很多地方设渠道，纸产品供应链向上延伸，包括纸厂产品销售，及纸浆集中进口采购。公司已成为全国最大的纸浆采购商，而且业务过程中发现浆厂效益好，还对浆厂进行参股，以获得较好投资收益。公司主要做的是文化用纸，目前业务占文化用纸市场份额的 4%。

公司浆纸供应链业务成长得很好，1998 年纸业务收入只有 5 亿，到了 2010 年，浆纸供应链业务实现 85 亿元收入，近 2 亿元净利润。

### 钢材业务：

公司钢材业务的模式与浆纸有所不同。钢材业务包括两方面，一方面是为一些大钢厂做销售代理人，期间，钢材价格的波动与公司关系不大，公司赚取的主要是代理手续费，同时年终时，钢厂会根据销售的规模，给予一定的返利。另一方面，公司为一些小型钢厂提供代理进口铁矿石，货源并不是来自全球三大矿商，而是从类似乌克兰等一些地区矿厂进货，供给的也是中小钢厂。同时在代理钢材、铁矿石买卖的过程中，还提供集中的运输、配送、仓储、保险、资金帐期，每个环节，公司都可以赚到一点利润，钢材业务基本以代理为主，风险不大，比较稳定。

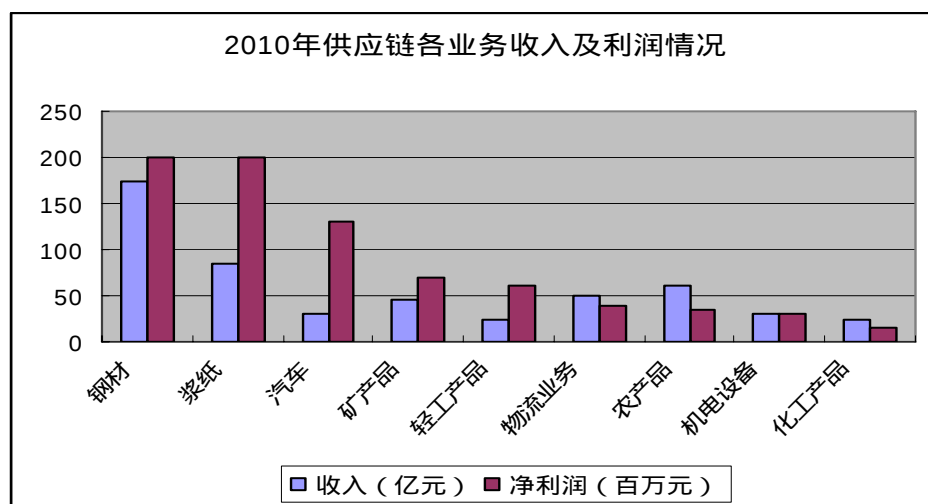
2010 年，公司钢材业务实现营业收入 175 亿元，利润近 2 亿元。

### 汽车业务：

汽车业务主要是代理汽车销售。公司有 20 家 4S 店，代理的汽车品牌主要有：宾利、保时捷、凯迪拉克、进口大众、讴歌、三菱、现代、标致，其中以高档车为主，如保时捷，销售依然很紧俏。公司的 4S 店部分设在福建，部分设在其他沿海地区，计划 2012 年，在内陆地区如重庆、武汉等地也要开设网点。另外，公司将加强汽车售后服务的发展。2010 年，公司汽车业务销售收入 30 亿元，净利润 1.3 亿元。

除上述规模较大的业务外，公司还经营农产品、矿产石、化工产品、轻工产品、机电产品等。公司根据不同的产品，采取的业务模式也有所不同，有些业务的模式，还是处于传统贸易模式，专业化方面尚处于起步阶段，但方向上，公司认为还是要向专业的供应链服务发展。

各主要业务 2010 年收入及净利润主要情况如下图



资料来源：公司公告

公司对于供应链业务强调轻资产运营，有所为有所不为，对于一些投资较大，竞争较激烈的业务实行外包，侧重建立渠道。公司目前在厦门及福建省内还有一些物流运输仓储的投入，在省外其他区域，运输仓储等传统物流环节尽量外包，减少资金的沉淀。

## 房地产业务利润贡献仍较丰厚

公司房地产业务主要由旗下两家房地产子公司建发房产和联发集团经营。

**建发房产：**公司持股 54.6%。建发房产的房地产业务在福建省内排名前列，公司具有一级土地开发资质。

2011 年上半年，建发房产签约销售总面积 17.45 万平方米，同比增长 132.67%；签约销售总收入 26.7 亿元，同比增长 345%。上半年账面确认销售面积 12.47 万平米，账面确认销售收入 17.15 亿元。截至报告期末，尚有 27.16 万平方米已销售但未结算，合同金额总计 44.09 亿元。报告期内，建发房产实现营业收入共计人民币 17.85 亿元，同比增加 87.65%；为建发股份贡献净利 2.43 亿元，同比增加 37.60%。

厦门市有三个城中村的土地开发是建发房产在做，涉及面积 70 万平方米，建筑面积 150 万平方米。2010 年完成招拍挂 15 万平方米，目前已具备土地出让标准的还有十几万平方米，未来建发房产土地开发方面可能还有相当部分的利润会逐步释放出来。

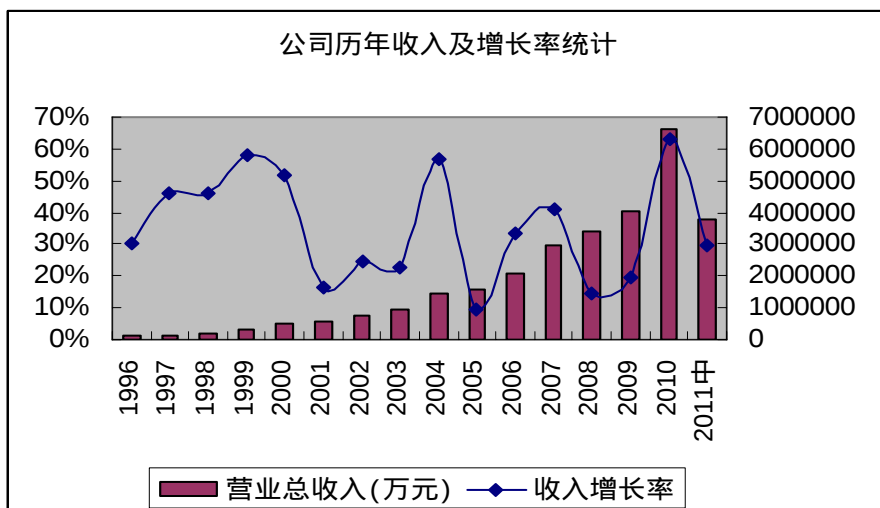
**联发集团：**公司持股 95%。联发集团在福建省内房地产业排名也在前几位。公司有约 100 万平方米的物业租赁，其中部分为一些工业厂房，正逐步改建为简易写字楼及经济型酒店等，合计年租赁收入到达 1 亿元。

房地产开发方面，联发集团 2011 年上半年签约销售总面积 26 万平方米，同比增长 18%；签约销售总收入 21 亿元，与去年同期持平。上半年账面确认销售面积 23.56 万平米，账面确认销售收入 16.02 亿元。尚有 29.8 万平方米已销售但未结算，合同金额总计 23.8 亿元。上半年实现营业收入共计人民币 18.14 亿元，同比增加 17%；为建发股份贡献净利 2.35 亿元，同比增加 27%。

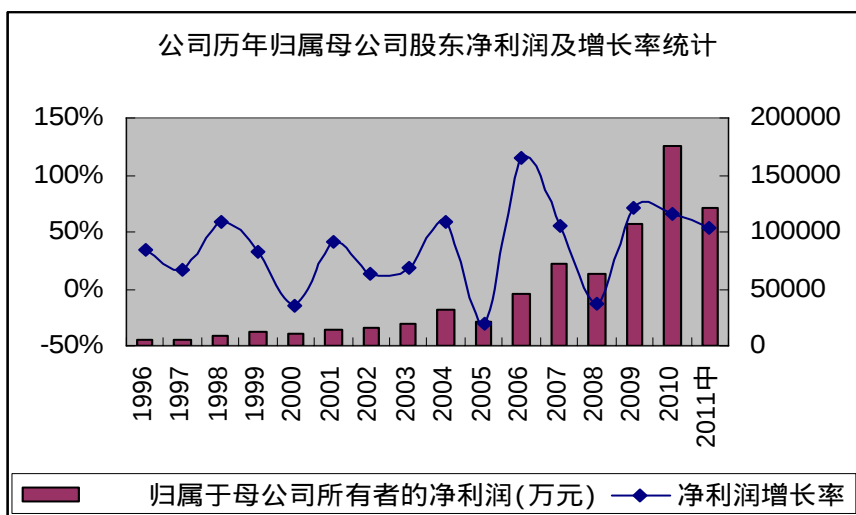
两家房地产公司合计拥有约 500 万平方米的土地储备，未来将会加快滚动开发，推盘速度可能有所加快。房地产销售方面，虽然限购政策使公司房地产销售受到了一些影响，但公司目前的房地产项目大多是做中高端开发，项目地点比较靠近市中心，预期受政策影响会相对较小。

## 业绩多年持续快速增长，双主业利润各占半壁江山

自 1998 年上市以来，公司业绩保持了较快的增长势头。自 1998 年至 2010 年，公司主营业务收入年均增长 34.3%，公司净利润年均增长 33.9%。这些业绩增长，是公司业务规模逐步扩张、集团房地产业务注入上市公司，以及公司传统贸易业务由自然增长开始向供应链逐步转型所带来。

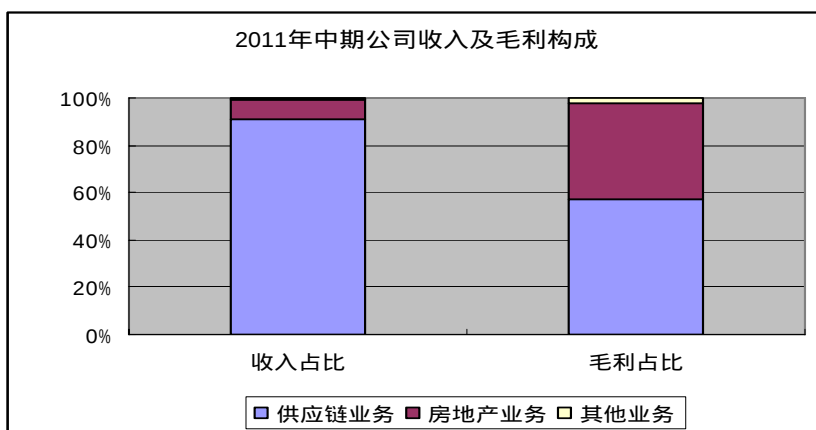


资料来源：WIND 东北证券



资料来源：WIND 东北证券

从业务大类看，2011 年中期，公司的供应链业务、房地产业务收入比重分别为 90.6%、8.9%，毛利占比分别 57%、41%。从毛利占比看，供应链业务与房地产近乎各占一半，都是重要的利润来源。



资料来源：WIND 东北证券

2011 年中期，供应链业务及房地产业务的收入及利润都有明显增长，其中供应链收入增长 29%，毛利增长 31%，房地产业务收入增长 64%，毛利增长 32%。

|         | 2011 年中期收入<br>(元) | 2011 年毛利(元) | 收入增长 | 成本增长 | 毛利增长率 |
|---------|-------------------|-------------|------|------|-------|
| 供应链运营业务 | 345,0810          | 178,920     | 29%  | 29%  | 31%   |
| 房地产开发业务 | 33,8996           | 127,937     | 64%  | 92%  | 32%   |
| 其他业务    | 1,6689            | 8,988       | 59%  | 52%  | 66%   |
| 合计      | 380,6496          | 315,845     | 31%  | 31%  | 33%   |

资料来源：WIND 东北证券

由于双主业增长的支撑，2011 年上半年，公司营业总收入达到 381 亿，增长 30%，归属母公司股东的净利润 12 亿，增长 53%，每股收益 0.54 元。上半年公司投资收益达到 3.7 亿，主要是转让上海长进置业 100%股权及君龙人寿 50%股权所获收益较大，这也是公司上半年净利润大幅增长的另一原因。

### 投资评价：

预计全年公司收入可能达到 780 亿元，归属母公司股东的净利润 22.4 亿，对应每股收益 1.00 元。2011 年 PE 为 8 倍。若以房地产行业估值评价，公司估值趋于合理。但公司业务构成中，有一半为供应链服务，以 8 倍市盈率水平论，该部分资产估值低于 A 股同类资产。

基于公司业绩长期增长的历史、供应链业务转型后进展顺利及目前估值偏低，给予谨慎推荐的投资评级。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。